

0- 795305



*На правах рукописи*

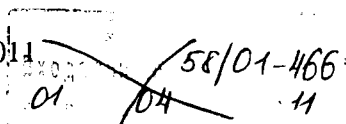
КУДЕЛИЧ ЕЛЕНА ВИКТОРОВНА

**ОБЛИГАЦИИ КРЕДИТНЫХ ОРГАНИЗАЦИЙ КАК ИНСТРУМЕНТ  
ПРИВЛЕЧЕНИЯ РЕСУРСОВ**

Специальность 08.00.10 – Финансы, денежное обращение и кредит

**Автореферат**  
диссертации на соискание ученой степени  
кандидата экономических наук

Санкт-Петербург – 2011



Работа выполнена в Государственном образовательном учреждении высшего профессионального образования «Санкт-Петербургский государственный университет экономики и финансов»

**Научный руководитель** доктор экономических наук, профессор  
**Белоглазова Галина Николаевна**

**Официальные оппоненты:** доктор экономических наук, профессор  
**Вострокнутова Александра Ивановна**

доктор экономических наук, доцент  
**Кох Лариса Вячеславовна**

**Ведущая организация –** Государственное образовательное учреждение высшего профессионального образования  
«Оренбургский государственный университет»

Защита состоится 28 августа 2011 г. в 17-03 час. на заседании диссертационного совета Д 212.237.04 при Государственном образовательном учреждении высшего профессионального образования «Санкт-Петербургский государственный университет экономики и финансов» по адресу: 191023, Санкт-Петербург, ул. Садовая, д. 21, ауд. 204с

С диссертацией можно ознакомиться в библиотеке Государственного образовательного учреждения высшего профессионального образования «Санкт-Петербургский государственный университет экономики и финансов».

Автореферат разослан 21 сентября 2011 г. НАУЧНАЯ БИБЛИОТЕКА КФУ



Ученый секретарь  
диссертационного совета

A handwritten signature in black ink, appearing to be 'А.А.' or similar, written in a cursive style.

Н.А. Евдокимова

## I. ОБЩАЯ ХАРАКТЕРИСТИКА РАБОТЫ

**Актуальность темы исследования.** Дефицит долгосрочных ресурсов является одной из важнейших проблем банковского сектора. В последние годы наблюдается существенный разрыв между величиной банковских активов, размещенных на срок более 1 года, и величиной соответствующих долгосрочных пассивов. По данным на 1.01.2010 г. разница между долей кредитов, предоставленных банкам, прочим организациям и физическим лицам на срок более 1 года, в совокупных активах (41,1%) и долей долгосрочных кредитов и депозитов, полученных от указанных контрагентов, в совокупных пассивах банковской системы (32,4%) составила 8,7 процентного пункта (8,8 процентного пункта годом ранее)<sup>1</sup>.

Удлинение ресурсной базы банковского сектора является необходимым условием модернизации экономики и устойчивого развития банковской системы. Кроме того, в условиях глобализации финансовых рынков и, как следствие, трансляции рисков, присущих мировой экономике, на экономику Российской Федерации, особое значение приобретает проблема развития и диверсификации инструментов мобилизации внутренних ресурсов.

Международный опыт и тенденции развития финансового рынка России свидетельствуют о том, что перспективным поставщиком «длинных» денег в банковскую систему может стать российский фондовый рынок, в частности один из его сегментов – рынок банковских облигаций, безусловно, при формировании определённых организационных условий.

Появление облигаций банков и проведение с ними операций в России стало возможным сравнительно недавно, вследствие чего вопросы их эмиссии и обращения практически не исследованы. Банковские облигации обладают значительным потенциалом для решения задач экономического развития и привлечения инвестиций в российскую экономику и заслуживают отдельного рассмотрения.

Для изучения перспектив использования эмиссии облигаций банков в целях формирования долгосрочной ресурсной базы банков необходимы более глубокое изучение экономического содержания банковских облигаций, всесторонний анализ элементов организационно-экономического механизма эмиссии облигаций, выявление тенденций развития рынка банковских облигаций, что обусловило выбор темы и направление исследования.

<sup>1</sup> См.: Обзор финансовой стабильности за 2009 год. Департамент исследований и информации Банка России. С.36  
// [http://cbr.ru/today/publications\\_reports/fin-stab-2009r.pdf](http://cbr.ru/today/publications_reports/fin-stab-2009r.pdf)

**Степень разработанности проблемы исследования.** Анализ научной литературы по проблематике исследования показал, что значительное внимание уделено вопросам использования инструментов фондового рынка для финансирования деятельности субъектов хозяйствования. Современные подходы к исследованию этих вопросов представлены в работах таких российских экономистов, как М.Ю. Алексеев, А.Н. Асаул, О.В. Буклемишев, И.А.Бланк, В.В. Бочаров, А.Н. Буренин, В.А. Галанов, Г.Ф. Каячев, В.И. Колесников, А.О. Краев, С.В. Лялин, П.Ю. Малеев, Я.С. Мелкумов, Я.М. Миркин, Д.М. Михайлов, Б.Б. Рубцов, Е.В. Семенова, О.В. Хмыз и др. Проблемам долгового финансирования корпораций посвящены работы зарубежных учёных Р.А. Брейли, Ю. Бригхем, Дж.К. Ван Хорна, Л.Дж. Гитмана, М.Д. Джонка, А. Демирчук-Кунта, Д.В. Дамонда, С. Майерса, Р. Леваяна, Т. Оплера, К.И. Рэй, Ф.Дж. Фабоцци, Дж. И. Финнерти, Н.Хакансона, У. Шарпа, Т. Эндо и др.

Различные аспекты проблемы формировании ресурсов банка освещаются в научных трудах российских исследователей Г.Н. Белоглазовой, Н.И. Валенцевой, О.С. Гасанова, В.С. Захарова, Ю.Е. Копченко, Г.Г. Коробовой, Ю.И. Коробова, Л.Г. Красавиной, Л.П. Кроливецкой, О.И. Лаврушина, И.В. Ларионовой, Ю.С. Масленченкова, И.Д. Мамоновой, Г.С. Пановой, В.С. Пашковского, В.А. Пономарева, Ю.В. Рожкова, Н.А. Савинской, В.Т. Севрук, О.Г. Семенюта, Н.Э. Соколинской, А.М. Тавасиева, В.М. Усоскина, М.М. Ямпольского и др. Управление ресурсами банков входит в область научных интересов таких зарубежных авторов как Р. Брейли, Д. Ван-Хуз, Э. Дж. Долан, П. Дэвис, Р. Котлер, А. Лорен, С. Лэрри, С. Майерс, Д. Мак-Нотон, П. Мартинес, Р. Миллер, Ф. Мишкин, П. Роуз, Дж. Синки мл., Д. Эвановф и др.

Необходимо отметить, что в теории банковского дела лучше разработаны вопросы управления активами банка, нежели проблемы, связанные с формированием ресурсной базы, что объясняется, вероятно, тем, что именно активные операции банка сопряжены с высокими рисками. Операции по формированию ресурсов рассматриваются чаще всего в рамках исследований управления ликвидностью банков, а также как неотъемлемое условие, необходимый этап для осуществления банковских инвестиций.

Вместе с тем с развитием российского финансового рынка деятельность банков становится более многогранной, появляются новые возможности для формирования ресурсной базы, банки используют новые финансовые инструменты. Соответственно, возникает необходимость расширения направлений исследований в области банковского дела. В частности, научного осмысления требуют использование банками эмиссии облигаций для привлечения долгосрочных ресурсов. Вопросы эмиссии

банковских облигаций рассматривались в рамках исследований теоретических аспектов выпуска долговых ценных бумаг коммерческими банками российских экономистов Н.В. Кириченко и Л.Г. Решетниковой.

На сегодняшний день недостаточно разработаны проблемы, связанные с экономическим содержанием банковских облигаций, выявлением основных тенденций рынка банковских облигаций, анализом организационно-экономических условий выпуска и обращения банковских облигаций. Соответственно, остаются необозначенными причины, сдерживающие эмиссию облигаций банков в Российской Федерации, а также не разработаны и не адаптированы к условиям функционирования банковской системы Российской Федерации механизмы активизации эмиссии облигаций.

Всё это даёт основание считать, что тема диссертационной работы является актуальной, как с теоретической, так и с практической точки зрения.

**Цель и задачи исследования.** Цель диссертационного исследования состояла в развитии теоретических положений, раскрывающих природу банковских облигаций, обосновании подходов к регулированию их выпуска и обращения, разработке научно-обоснованных рекомендаций по стимулированию эмиссий банковских облигаций в Российской Федерации.

Для реализации поставленной цели потребовалось решить ряд задач, определивших логику диссертационного исследования и его структуру:

- исследовать сущность банковских облигаций и определить их функции с точки зрения банка, с позиции экономики в целом и с позиции инвестора, выявить особенности облигаций с ипотечным покрытием;
- изучить правовые основы эмиссии облигаций банков, систематизировать возможные к выпуску банковские облигации в соответствии с российским законодательством;
- рассмотреть организационно-экономический механизм эмиссии облигаций банков Российской Федерации и определить основные направления его совершенствования, формализовать основные этапы эмиссии банковских облигаций;
- определить место облигаций банков на мировом финансовом рынке, проанализировать динамику российского рынка облигаций, выявить основные закономерности и определить возможные перспективы его развития;
- выявить основные тенденции развития эмиссий облигаций российскими банками для привлечения долгосрочных ресурсов и факторы, определяющие характер такого развития;
- исследовать подходы к управлению эмиссией банковских облигаций, изучить основные методические подходы к формированию

параметров облигационного займа и выбору оптимальных параметров займа;

– определить мероприятия по стимулированию эмиссии банковских облигаций в целях создания благоприятных условий для банков-эмитентов и повышения заинтересованности потенциальных инвесторов в приобретении облигаций банков.

**Объектом исследования** является рынок банковских облигаций как особый сегмент рынка корпоративных облигаций.

**Предметом исследования** выступает система организационно-экономических отношений, возникающих при эмиссии и обращении облигаций коммерческих банков.

**Теоретическую основу исследования** составили научные труды, результаты фундаментальных исследований отечественных и зарубежных авторов в области теории финансов, финансового менеджмента, банковского дела и банковского менеджмента, а также научные статьи в ведущих экономических журналах по тематике исследования. При освещении конкретных вопросов широко использовались законодательные акты и нормативные документы по затронутой проблематике.

**Методологической основой исследования** стали системный подход и диалектический метод. Для решения поставленных задач в процессе исследования применялись такие общенаучные методы и приёмы, как научная абстракция, исторический метод, индукция и дедукция, анализ и синтез, статистическое наблюдение, группировка, сравнение, обобщение, а также графические методы представления материала.

**Информационной базой исследования** послужили нормативные и директивные документы Президента и Правительства РФ, законодательные акты Российской Федерации, программные положения Правительства РФ, справочные данные Банка международных расчётов, данные Центрального банка РФ, Федеральной службы по финансовым рынкам, ММВБ, материалы отечественных специальных периодических изданий, рейтинговых и информационных агентств, разработки и аналитические обзоры российских коммерческих банков, материалы научно-практических конференций по исследуемой проблеме, собственные разработки, расчеты и исследования соискателя.

Диссертация по своему содержанию **соответствует Паспорту научной специальности 08.00.10 Финансы, денежное обращение и кредит.**

**Научная новизна.** В процессе исследования получены следующие результаты, характеризующие научную новизну диссертационной работы:

1. Раскрыто содержание банковской облигации как особой корпоративной облигации, качественные характеристики которой

определяются спецификой эмитента — коммерческого банка, систематизированы функции банковских облигаций, выявлена их роль в банковской системе и в экономике в целом.

2. Предложена авторская классификация банковских облигаций, возможных к эмиссии в Российской Федерации в соответствии с действующим законодательством, выявлены и проанализированы факторы, влияющие на динамику эмиссий облигаций российских коммерческих банков.

3. Проведена периодизация развития российского рынка банковских облигаций, выявлены тенденции развития рынка, дана оценка его современного состояния и определены основные факторы, сдерживающие наращивание выпуска облигаций коммерческими банками.

4. Разработаны методические подходы к регулированию выпуска и обращения банковских облигаций, предполагающие формирование соответствующего организационно-экономического механизма эмиссии облигаций, выбор оптимальных параметров выпуска облигаций, а также эффективное управление эмиссией банковских облигаций.

5. Обоснованы рекомендации, направленные на стимулирование эмиссий облигаций российскими коммерческими банками, в том числе в отношении мер по упрощению процедуры выпуска традиционных банковских облигаций со стороны регулирующих органов, по совершенствованию нормативных актов ЦБ РФ, регулирующих эмиссию и обращение банковских облигаций, а также по диверсификации форм банковских облигаций.

**Теоретическая и практическая значимость результатов исследования.** Теоретическая значимость выполненного диссертационного исследования состоит в развитии теории и методологии рынка банковских облигаций, в разработке подходов к управлению эмиссией облигаций. Разработанные соискателем направления стимулирования эмиссий банковских облигаций направлены на формирование долгосрочной ресурсной базы банковской системы Российской Федерации и способствуют реализации социально-экономической стратегии государства.

Практическая значимость исследования состоит в том, что полученные в ходе исследования результаты могут найти применение при системном изучении и анализе рынка облигаций банков. Результаты исследования могут быть использованы коммерческими банками для целей управления эмиссией облигаций. Материалы диссертации могут быть использованы в системе подготовки, переподготовки и повышения квалификации кадров для банковской системы Российской Федерации.

**Апробация результатов исследования.** Основные положения диссертации доложены и обсуждены на международных, межвузовских и

вузовских научно-практических конференциях и семинарах в г. Санкт-Петербурге и г. Пинске (Республика Беларусь) в период с 2007 по 2011 гг.

**Публикации.** По результатам исследования опубликовано 11 печатных работ общим объемом 3,9 п.л., в том числе 2 статьи объемом 0,74 п.л. в печатных изданиях, рекомендованных ВАК России.

**Структура и объем работы.** Диссертация состоит из введения, трех глав, заключения, списка использованной литературы и приложений. Ее содержание изложено на 174 страницах машинописного текста, содержит 15 таблиц, 18 рисунков, 20 приложений. Список использованной литературы включает 174 наименования.

Структура работы отражает цели, задачи и логику исследования.

Во введении обоснована актуальность темы, сформулированы цель, задачи, объект и предмет исследования, показаны научная новизна, теоретическая и практическая значимость результатов исследования.

В первой главе «Банковские облигации как особые финансовые инструменты» раскрыто экономическое содержание банковских облигаций как особого класса корпоративных облигаций, определены их функции с точки зрения эмитента, экономики в целом и инвестора, приведена классификация облигаций кредитных организаций, возможных к выпуску в Российской Федерации в соответствии с действующим законодательством, проанализирована нормативно-правовая база, регулирующая эмиссию и обращение облигаций банка, обоснованы предложения относительно мер со стороны Банка России по усовершенствованию нормативной базы.

Во второй главе «Анализ использования облигационных займов коммерческими банками России» рассмотрены организационно-экономические условия эмиссии банковских облигаций в Российской Федерации, сформулированы рекомендации по упрощению процедуры эмиссии традиционных облигаций кредитных организаций, проведен анализ развития российского рынка банковских облигаций, определены тенденции развития рынка банковских облигаций и даны прогнозы его развития.

Третья глава «Перспективы эмиссии банковских облигаций в Российской Федерации» посвящена исследованию факторов, определяющих тенденции развития эмиссий банковских облигаций, и выявлению подходов к управлению эмиссией облигаций кредитных организаций.

В заключении обобщены основные научные выводы и положения по результатам исследования.

В приложениях приводится материал, более полно раскрывающий основное содержание.



## II. ОСНОВНЫЕ ПОЛОЖЕНИЯ И РЕЗУЛЬТАТЫ ИССЛЕДОВАНИЯ, ВЫНОСИМЫЕ НА ЗАЩИТУ

В соответствии с поставленными целями и задачами в диссертации рассмотрены следующие группы проблем.

**Первая группа проблем** связана с исследованием банковских облигаций как особых финансовых инструментов.

В результате анализа и обобщения существующих позиций российских и зарубежных учёных относительно сущности облигаций, их классификации и функций банка в работе предложено авторское определение банковской облигации: банковская облигация - это корпоративная облигация, выпущенная коммерческим банком в ходе осуществления финансовой деятельности с целью реализации его функций.

В ходе сравнительного анализа финансовых инструментов, выпускаемых банком для формирования ресурсов, выявлены основные преимущества эмиссии банковских облигаций по сравнению с альтернативными инструментами привлечения ресурсов:

- 1) отсутствие возможности разводнения прав собственности на банк и потери контроля деятельности банка;
- 2) широкая база потенциальных кредиторов и высокая возможность распространения ценных бумаг среди инвесторов;
- 3) публичный уровень раскрытия информации, что способствует формированию публичной кредитной истории;
- 4) возможность одновременного привлечения значительных объемов ресурсов долгосрочного характера;
- 5) возможность привлечения финансовых ресурсов без обеспечения;
- 6) возможность управления структурой долга;
- 7) возможность гибкого финансового планирования.

Проанализированы преимущества и недостатки банковских облигаций в целях определения их влияния на решение эмитента об источниках привлечения банковских ресурсов, а потенциальных инвесторов – о выборе инструмента инвестирования средств (табл. 1).

## Преимущества и недостатки банковских облигаций для эмитента и инвестора

Для эмитента	Для инвестора
Преимущества	Недостатки
Установление параметров займа	Установленные эмитентом параметры займа могут быть неприемлемы для инвестора
Гибкость сроков и условий погашения	Сроки и условия погашения не соотносятся с инвестиционной политикой инвестора
Свободный выбор момента размещения	Размещение выпуска в момент отсутствия свободных денежных средств у инвестора
Установление конкретных сроков выплаты процентов	Полученные от погашения купона проценты могут быть несвоевременными вследствие отсутствия возможности реинвестирования
Возможность досрочного выкупа облигаций	Потеря части дохода из-за досрочного выкупа
Возможность управления заемным капиталом и пассивами в целом	Отсутствие возможности корпоративного контроля за управлением заемным капиталом
Отсутствие возможности влияния на интересы предприятия	Отсутствие влияния на интересы банка (исходя из условий выпуска может существовать возможность ограниченного или косвенного влияния)
Характер последующего обращения облигаций на рынке не влияет на текущую структуру его капитала	Отсутствие ликвидного рынка и, соответственно, ограниченная возможность регулирования ликвидности или потеря дохода (даже получение убытка) при продаже облигации
Возможность выпуска необеспеченных облигаций (в случаях, установленных законодательством, а также в условиях сложившейся конъюнктуры рынка)	Риск неполучения текущего дохода по купонам, а также неполучения основной суммы долга (или несвоевременное получение процентов и/или суммы основного долга в случае дефолта эмитента по выпуску)
Недостатки	Преимущества
Необходимость раскрытия информации	Наличие информации об эмитенте и его финансовом положении
В случае снижения процентных ставок на рынке остается необходимость обслуживания долга по повышенным ставкам	В случае снижения процентных ставок растет стоимость облигаций
Постоянная выплата процентов в соответствии с условиями выпуска. В связи с этим возможные трудности в погашении купонов	Получение стабильного дохода. Возможность управления денежными потоками
Длительность подготовки займа	Возможность аккумуляции средств для инвестиций в облигации конкретного эмитента (для банков-инвесторов возможность участия в организации размещения займа)
Возможность возникновения финансовых затруднений в случае досрочного погашения займа по инициативе инвестора (в случаях, предусмотренных условиями займа)	Возможность досрочного возврата долга
Необходимость обеспечения (в случаях, установленных законодательством, а также в условиях сложившейся конъюнктуры рынка)	Снижение риска неполучения процентов и/или суммы основного долга в случае дефолта эмитента по выпуску

Наиболее полно экономическое содержание банковских облигаций проявляется через их функции. Исследование возможностей облигаций банка позволило обозначить функции банковских облигаций с позиции

отдельного банка, экономики в целом и с точки зрения инвестора (см. рис.1).

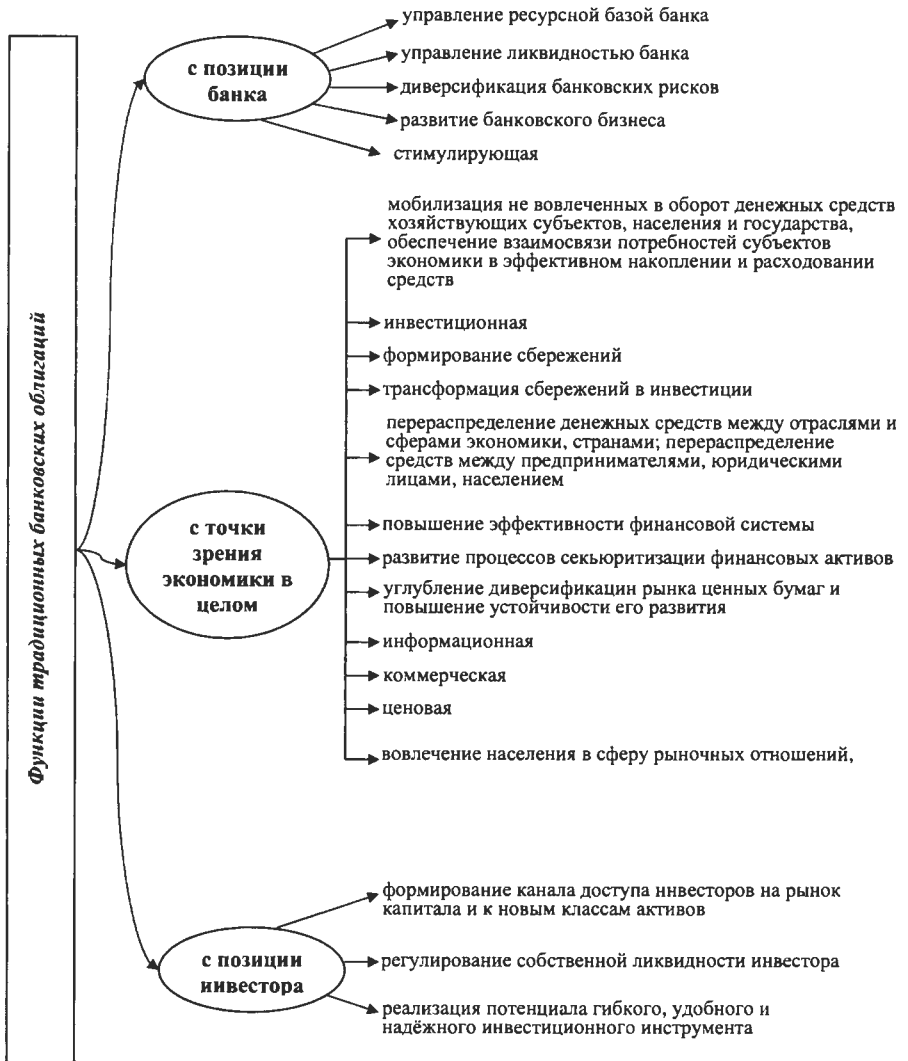


Рисунок 1 Функции традиционных банковских облигаций

Классические банковские облигации создали необходимую форму для развития процессов секьюритизации и распространения их на банковские активы, что способствовало появлению облигаций с ипотечным покрытием. Облигации с ипотечным покрытием, по мнению автора,

являются перспективным банковским и финансовым инструментом, развитие которого имеет большое значение, как для банка, так и для финансового рынка в целом, и выполняющим специфические функции:

- распространения процессов секьюритизации на банковские активы;
- трансформации неликвидных ипотечных кредитов в ликвидные активы;
- содействия формированию системы рефинансирования выданных кредитов;
- диверсификации и снижения рисков банков и инвесторов вследствие обеспеченности и диверсифицированности ипотечных активов;
- становления нового долгосрочного сегмента фондового рынка;
- содействия развитию деятельности малых банков, не имеющих возможности держать на своём балансе ипотечные кредиты;
- социальную.

Эффективность реализации функций банковских облигаций в значительной степени определяется качеством законодательной и нормативной базы, создающей реальные возможности для формирования и развития рынка банковских облигаций.

На основе анализа нормативно-правовых основ эмиссии и обращения банковских облигаций проведена классификация банковских облигаций, возможных к выпуску в Российской Федерации в соответствии с действующим законодательством по следующим признакам:

- способу легитимации их владельца;
- форме выпуска;
- номиналу облигации;
- форме дохода;
- срокам установления процента (купона) или порядка его определения;
- срокам, на которые выпускаются облигации;
- способу размещения;
- структуре размещения;
- конвертируемости;
- структуре погашения;
- форме погашения облигаций;
- форме обеспечения;
- процедуре выпуска;
- влиянию на размер собственного капитала банка-эмитента.

Следует отметить, что в целом диссертационное исследование посвящено традиционным облигациям коммерческих банков.

Анализ нормативно-правовой базы, регулирующей эмиссию и обращение облигаций банка, позволил сделать следующие выводы и обобщения.

Позитивную роль в формировании и развитии российского рынка банковских облигаций сыграло наличие необходимой правовой базы, регулирующей порядок эмиссии и обращения банковских облигаций. Порядок регулирования эмиссии ценных бумаг в России постоянно совершенствуется и по ряду вопросов соответствует лучшей мировой практике и международным стандартам.

Деятельность банков на рынке ценных бумаг регулируется ФСФР и Центральным Банком РФ. Наличие особенной системы нормативного регулирования выпуска облигаций банками со стороны Банка России подтверждает необходимость выделения банковских облигаций в особый класс.

Вместе с тем существуют проблемы регулирования эмиссии банковских облигаций со стороны Центрального банка РФ:

- недостаточно оперативное реагирование Центрального банка РФ на изменения федерального законодательства в сфере рынка ценных бумаг в плане внесения дополнений в соответствующие нормативные документы, регламентирующие эмиссию банками облигаций;

- регулирование эмиссии и регистрации выпуска банками традиционных облигаций и облигаций, обеспеченных ипотечным покрытием, одним нормативным актом Центрального банка РФ (без учёта их разного назначения и целей выпуска);

- отсутствие в основной части Инструкции от 10.03.2006 г. №128-И положений, прямо указывающих на возможность использования банками технологии «бук-билдинга»;

- отсутствие в составе системы бухгалтерского учёта Центрального Банка РФ надлежащих правил бухгалтерского учёта операций, связанных с выпуском и обращением облигаций банков, включая учёт обеспечения, привлечённого по облигационному займу.

Разработанные диссертантом предложения по совершенствованию нормативного регулирования эмиссии банковских облигаций со стороны Банка России направлены на разрешение указанных проблем.

Во **вторую группу** объединены проблемы, связанные с анализом использования облигационных займов коммерческими банками России.

В работе отмечается, что, несмотря на то, что в развитых странах коммерческие банки стали активно выпускать облигации, начиная с 1960-х гг., в России этот финансовый инструмент стал использоваться банками для привлечения ресурсов много позже.

Первые выпуски облигаций кредитных организаций были зарегистрированы ЦБ РФ в 1996 г. Динамика объема выпущенных

кредитными организациями облигаций (по номинальной стоимости) представлена на рисунке 2.

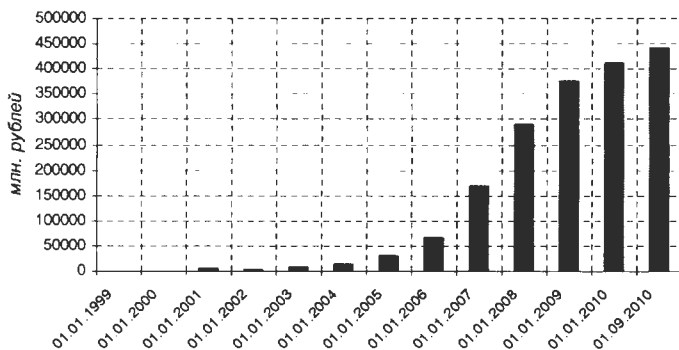


Рисунок 2 Динамика объема выпущенных кредитными организациями облигаций (по номинальной стоимости)

Всего с 1996-го по 01.10.2010 г. отечественные банки выходили на фондовый рынок с 393 выпусками, из которых зарегистрировано 246 выпусков. Возможностями эмиссии облигаций для привлечения финансовых ресурсов воспользовались 96 отечественных банков. Рисунок 3 отображает динамику годовой эмиссии облигаций российских коммерческих банков в 1996 - 2010 гг.

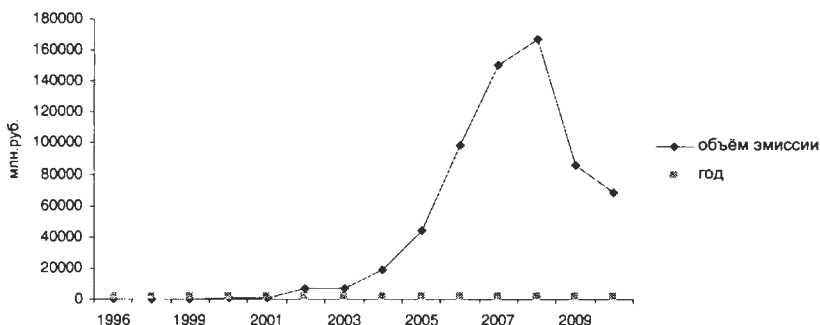


Рисунок 3 Динамика годовой эмиссии облигаций российских коммерческих банков в 1996 - 2010 гг.

Пока выпуск кредитными организациями облигаций оказывает незначительное влияние на структуру пассивов банковской системы. Однако положительная динамика в изменении доли облигаций очевидна. С 2005 года до октября 2010 года доля облигаций банков в общем объеме пассивов банков РФ увеличилась с 0,4% до 1,5%.

В диссертации рассмотрено влияние последнего финансового кризиса на выпуск банковских облигаций. Сегмент облигаций банковского сектора сильно пострадал от кризиса. Доля банковских облигаций в общем объеме рынка корпоративных облигаций в период с середины 2008 г. по июль 2009 г. сократилась с 33 до 25%<sup>2</sup>.

В целом в результате анализа развития рынка облигаций автором диссертации выделено два периода в истории российского рынка банковских облигаций:

I период (с 1994 по 2004 гг.) – зарождение рынка. Для данного периода свойственны следующие основные характеристики: фрагментарность облигационных займов, краткосрочный характер заимствования, национальная замкнутость рынка, значительный разброс параметров выпусков по условиям, по ценам.

II период (с 2005 г. по настоящее время) – развитие рынка. Основными признаками формирования рынка являются: наличие нормативной базы, целенаправленный организованный выпуск облигаций в рамках банковских стратегий, выход российских банков-эмитентов на международные рынки облигаций.

В работе обозначены основные тенденции на рынке первичных размещений рублевых банковских облигаций, такие как укрупнение выпусков облигационных займов, увеличение сроков заимствования, высокая концентрация, выражающаяся в существенной доли выпусков крупных и крупнейших банков России в общем объеме привлечённых на рынке облигационных заимствований ресурсов (табл. 2).

Таблица 2

Сведения о формировании пассивов банков посредством выпуска облигаций по состоянию на 01.09.2010 г.

	Пассивы	30 крупнейших банков	200 крупнейших банков	Все банки
1.	Облигации (млрд.руб.)	349,9	437,4	442,7
2.	Всего пассивы (млрд.руб.)	22 429,4	28 839,2	30 953,7
3.	Удельный вес облигаций в пассивах, (%)	1,56	1,52	1,43

В перспективе, по мнению автора, возможно проявление на российском рынке рублевых банковских облигаций следующих процессов: чёткое разделение сегментов традиционных и ипотечных банковских облигаций; дальнейшее развитие эмиссий банковских облигаций одновременно с развитием российской экономики; сохранение тенденции к стандартизации и увеличению объёмов выпусков банковских облигаций; рост доли долгосрочных займов; усиление

<sup>2</sup>Кислякова Е.Ю... Кармазина А.С. Российский рынок облигаций: испытание кризисом. [Электронный ресурс] / Режим доступа: <http://finanal.ru/banki/rossiiskii-rynok-obligatsii-ispytanie-krizisom?page=0,2>

концентрации крупных и крупнейших банков-эмитентов на рынке банковских облигаций, рост ликвидности их займов.

С целью выявления проблем, сдерживающих расширение эмиссии банковских облигаций, исследован организационно-правовой механизм эмиссии, включающий следующие этапы выпуска облигаций: 1) стартовый этап; 2) этап принятия решения о выпуске; 3) регистрация выпуска; 4) первичное размещение облигаций; 5) отчет об итогах выпуска; 6) сопровождение выпуска облигаций. В результате определено, что в настоящее время процесс выпуска банковских облигаций в обращение довольно затратный, как в плане времени, так и в плане ресурсов. Сложность процедуры регистрации эмиссии и длительность предварительных мероприятий, необходимых для размещения новых бумаг, не дают возможности банку-эмитенту оперативно подстроиться под изменившуюся конъюнктуру и предложить рынку ту структуру облигации и ту доходность, которые были бы интересны потенциальным инвесторам в момент размещения облигационного выпуска.

В работе обоснованы предложения в отношении мер по упрощению процедуры выпуска традиционных банковских облигаций со стороны регулирующих органов:

- увеличение установленного Банком России порога требований к объёму выпуска облигаций для определения в качестве регистрирующего органа Департамента лицензирования деятельности и финансового оздоровления кредитных организаций Банка России с 1 млрд. руб. до 3 млрд. руб.;
- введение права приоритетного приобретения облигаций, подобного праву акционеров в отношении новых выпусков акций;
- упрощение процедуры регистрации облигаций по выпускам, за качество которых отвечает капитализированный и надёжный участник рынка;
- установление для банков, которые были бы готовы на регулярной основе осуществлять эмиссию облигаций, особого порядка регистрации условий выпуска и проспекта ценных бумаг;
- отмена государственной регистрации дополнительного выпуска облигаций для банков-эмитентов, облигации которых уже включены в котировальный список фондовой биржи;
- сокращение объема информации, содержащегося в проспекте ценных бумаг, для банков-эмитентов, в отношении которых ранее уже была осуществлена регистрация проспекта эмиссии облигаций, и которые раскрывают информацию ежеквартально;
- предоставление банкам возможности размещения облигаций на условиях неполной оплаты, если обязательство по их полной оплате



принимает на себя профессиональный участник рынка ценных бумаг;

- снятие запрета на обращение облигаций до завершения размещения всего выпуска и регистрации отчёта об итогах выпуска.

Значительно упрощена процедура эмиссии биржевых облигаций. Основные преимущества эмиссии биржевых облигаций для банков-эмитентов состоят в:

- сокращении сроков регистрации эмиссии и начала вторичных торгов,
- возможности включения на этапе размещения биржевых облигаций в котировальные списки А1, А2, Б, В,
- возможности открытия вторичного рынка облигаций в день окончания размещения,
- более либеральных стандартах проспекта биржевых облигаций, отсутствии необходимости уплаты госпошлины за регистрацию выпуска.

Диссертантом сделан вывод о необходимости дальнейшего совершенствования биржевых облигаций, в частности, удлинения сроков заимствования, что станет базой создания нового финансового инструмента для привлечения долгосрочных ресурсов с упрощённым характером эмиссии. В этой связи отмечена проблема, требующая разрешения на уровне регулирующих органов, и состоящая в том, что действующие нормативно-правовые акты не предусматривают возможность размещения биржевых облигаций путём конвертации.

Залогом достижения наибольшей эффективности облигационного займа является выбор банком-эмитентом оптимального набора параметров выпуска облигаций с учетом текущей ситуации на рынке, основных характеристик эмитента, требований законодательства Российской Федерации, интересов и рисков эмитента и инвестора. В диссертации рассмотрено влияние определённых обстоятельств на выбор параметров займа, раскрыты различные аспекты установления основных параметров облигационного займа и предложена методика формирования банком параметров облигационного займа. В ходе разработки указанной проблематики выделены основные факторы, оказывающие влияние на стоимость облигационного займа для банка-эмитента (см. рис. 4).

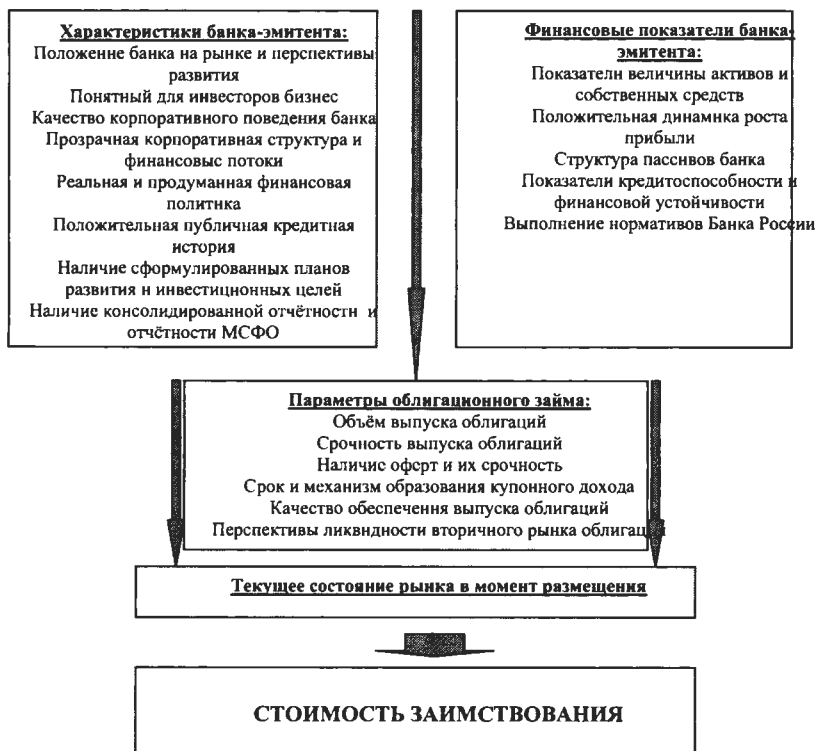


Рисунок 4 Основные факторы, оказывающие влияние на стоимость облигационного займа для банка-эмитента

**Третья группа проблем**, поднимаемых в диссертации, посвящена перспективам эмиссии банковских облигаций в Российской Федерации.

В ходе диссертационного исследования раскрыты основные факторы, влияющие на развитие внутреннего рынка банковских облигаций, а также возможные инструменты и способы стимулирования развития эмиссии банковских облигаций.

Позитивное влияние на развитие первичного рынка банковских облигаций оказывают:

- 1) последовательная антиинфляционная политика государства;
- 2) рост конкуренции на специализированном рынке услуг по организации облигационных займов и инфраструктурных услуг;
- 3) использование оптимальной технологии размещения облигаций. В этой связи исследованы преимущества технологии «бук-билдинга» и правовая возможность ее применения банками;
- 4) наличие сильных потенциальных инвесторов. В результате исследования инвесторской базы российского рынка банковских

облигаций сделан вывод о значительном инвестиционном потенциале российских частных и институциональных инвесторов;

5) факторы, стимулирующие инвестиционную активность потенциальных инвесторов – ликвидность облигаций, наработка кредитной истории эмитента и дифференциация оценки риска и доходности вложений в зависимости от качества заемщика.

Сдерживают развитие эмиссий банковских облигаций:

1) недостаточно высокое кредитное качество облигаций и невозможность объективной его оценки многими инвесторами, отсутствие общепризнанных рейтинговых агентств;

2) факторы правового характера. В их числе мы отмечаем такие обстоятельства как

- держатели облигаций в российском законодательстве не рассматриваются как отдельная категория,
- неисполнение оферты по облигациям по российскому законодательству не считается полным дефолтом,
- регулятивным списком по раскрытию информации эмитентами не предусмотрена отчётность по МСФО,
- отсутствие регулятивных норм включения финансовых и нефинансовых ковенантов в структуру облигационного займа,
- законодательство Российской Федерации не содержит реального механизма передачи обязательств по выпущенным облигациям реорганизуемых эмитентов,
- отдельные положения действующих Стандартов, ограничивающие эмиссию банковских облигаций (сложная и длительная процедура государственной регистрации большинства выпусков облигаций, запрет на обращение ценных бумаг до завершения размещения всего выпуска и регистрации отчёта об итогах выпуска, а также взимание госпошлины за государственную регистрацию выпусков до размещения облигаций, ограничение периода между конвертацией конвертируемых облигаций в акции и решением о выпуске дополнительных акций сроком в один год),
- действующий налоговый режим по банковским облигациям,
- проблемы регулирования эмиссии банковских облигаций со стороны Центрального банка РФ, выявленные нами в ходе анализа правовой основы эмиссии облигаций;

3) рыночные факторы, и, в первую очередь, недостаточное развитие инфраструктуры фондового рынка.

В рамках данной проблематики рассмотрено новое явление для российского фондового рынка – дефолты. Отмечен положительный эффект появления дефолтов на рынке облигаций, состоящий в возникновении более чётких критериев оценки кредитных рисков эмитентов инвесторами.

В диссертации обозначены основные тенденции, влияющие на выбор банками-эмитентами финансовых инструментов, а также предложены возможные направления диверсификации форм банковских облигаций: выпуск застрахованных облигаций (insured bonds), конвертируемых облигаций, субординированных облигаций, а также облигаций, которые автоматически конвертируются в акционерный капитал, если банк оказывается в критическом состоянии (со встроенным механизмом конвертации). Установлено, что гибкость применения конвертируемых облигаций сдерживают положения Стандартов эмиссии ценных бумаг и регистрации проспектов ценных бумаг, ограничивающие период между конвертацией облигаций в акции и решением о выпуске дополнительных акций сроком в один год. Данное положение требует ежегодного повторения процедуры по выпуску дополнительных акций и ведет к повышению издержек обслуживания выпуска ценных бумаг.

Изучен вопрос введения института организации облигационеров в России и определено, что введение данного института будет способствовать снижению издержек при выпуске и обращении банковских облигаций, расширению перечня объектов имущества, которые могут выступать предметом залога по облигациям, а также разнообразию инструментов фондового рынка.

Успех размещения облигационного займа во многом определяется организацией процесса управления эмиссией облигаций в банке.

Основываясь на общеизвестных принципах управления ресурсами банка и учитывая специфику объекта исследования, в диссертации предложено в качестве принципов управления формированием ресурсов банка путём выпуска облигаций рассматривать следующие основополагающие требования:

- 1) осуществление эмиссии облигаций в рамках общей стратегии деятельности банка. В связи с этим считаем целесообразным разработку концепции и программы предстоящих облигационных заимствований, позиционирующих отдельные выпуски в стратегии развития банка;
- 2) соответствие выпуска банковских облигаций политике банка по формированию ресурсов;
- 3) динамичность системы управления эмиссией облигаций;
- 4) вариантность подходов к выбору параметров и условий облигационных займов.

Сформулированные принципы позволили определить цель управления эмиссией облигаций: повышение эффективности деятельности банка за счёт использования ресурсов, привлечённых путём эмиссии собственных облигаций.

В рамках разработки вопросов, связанных с управлением эмиссией банковских облигаций, были определены факторы ограничения доступности облигационного займа (рис. 5).



Рисунок 5 Ограничения, влияющие на доступность облигационного займа

В работе предложены методические подходы к выбору банком оптимальных параметров облигационного займа, определению допустимого объема выпуска облигаций, оценке эффективности выпуска облигаций. Отмечено, что одним из обстоятельств, отрицательно влияющих на проведение эффективной политики банков в области облигационных заимствований и управления облигационными займами, является отсутствие утвержденных критериев и механизмов оценки эффективности политики облигационных заимствований банков и контроля их соблюдения.

Сделан акцент на необходимость выделения работы с розничными инвесторами в отдельный блок задач стратегии развития банка.

В связи с рассмотрением ограничений доступности привлечения средств на рынок банковских облигаций в работе обобщены вопросы, связанные с использованием кредитного рейтинга как инструмента оценки рисков со стороны потенциальных инвесторов, а также проблемы в системе функционирования рейтинговых агентств. Определены следующие побудительные мотивы получения кредитного рейтинга российскими банками-эмитентами:

1. Уровень кредитного рейтинга (или, в частности, уровень рейтинга облигации) выступает дополнительным инструментом оценки стоимости выпускаемых ценных бумаг и потенциальных возможностей эмитента по привлечению средств на фондовом рынке.

2. Возможность полного размещения выпуска облигаций, в первую очередь, для банков 2-3 эшелона, реализующих пилотные проекты по выпуску облигаций.

3. Рейтинг – одно из условий включения долговой ценной бумаги в Ломбардный список Банка России.

4. Наличие у эмитента и (или) выпуска облигаций кредитного рейтинга одного из рейтинговых агентств является существенным требованием для включения облигаций в Котировальный список ЗАО «ФБ ММВБ» “А” первого уровня.

5. К банкам и (или) облигациям, имеющим кредитный рейтинг одного из рейтинговых агентств, аккредитованных Министерством финансов РФ, не ниже уровня, установленного федеральным органом исполнительной власти по рынку ценных бумаг, не применяются ограничения объема эмиссии облигаций размером уставного капитала банка или величиной выпуска облигаций, независимо от срока функционирования банка.

Использование признака кредитного качества финансовых инструментов в законодательных и нормативных актах становится насущной потребностью национального фондового рынка. В то же время понятия кредитного рейтинга и рейтингового агентства не определены в российском законодательстве. В диссертации отмечена необходимость внесения соответствующих дополнений в законодательные акты Российской Федерации, регулирующие эмиссию и обращение ценных бумаг.

В заключение необходимо отметить, что диссертационное исследование выявило значительный потенциал банковских облигаций как инструмента привлечения ресурсов. Все преимущества этого финансового инструмента могут быть реализованы только при наличии необходимых правовых, организационно-экономических условий и при надлежащем управлении эмиссией облигаций банком-эмитентом.

### III. ОСНОВНЫЕ НАУЧНЫЕ ПУБЛИКАЦИИ ПО ТЕМЕ ДИССЕРТАЦИОННОГО ИССЛЕДОВАНИЯ

1. Куделич Е.В. Влияние финансового кризиса на выпуск банковских облигаций // Известия Санкт-Петербургского университета экономики и финансов. – 2009. – № 2(58). – С. 133-137. – 0,29 п.л.
2. Куделич Е.В. Эмиссия банками облигаций: основные тенденции и проблемы // Банковское дело. – 2011. – №2(206). – С. 88-91. – 0,45 п.л.

3. Куделич Е.В. Эмиссия банковских облигаций: пробелы в регулировании и риски / Управление в кредитной организации. М.: ООО «Регламент-Медиа», 2011. – №2. – С. 44-54 – 0,63 п.л.
4. Куделич Е.В. Ипотечные облигации в системе финансирования жилищного строительства // Устойчивое развитие экономики: состояние, проблемы и перспективы: сб. науч. статей перв. Междунар. конф. Пинск, 10-11 мая 2007 г.: В 4 ч. Ч.3. – Пинск: ПолесГУ, 2007 – С. 139-146. – 0,55 п.л.
5. Куделич Е.В. Выпуск облигаций для оптимизации ресурсной базы коммерческих банков // Устойчивое развитие экономики: состояние, проблемы и перспективы: материалы II Международной научно-практической конференции, УО «Полесский государственный университет», г.Пинск, 15-17 апреля 2008 г. / Национальный банк Республики Беларусь [и др.]; редкол.: К.К. Шебеко [и др.]. – Пинск: ПолесГУ, 2008. – С. 97-98. – 0,4 п.л.
6. Куделич Е.В. Влияние финансового кризиса на выпуск банковских облигаций // Устойчивое развитие экономики: состояние, проблемы и перспективы: материалы третьей международной научно-практической конференции, УО «Полесский государственный университет», г.Пинск, 23-25 апреля 2009 г. / Национальный банк Республики Беларусь [и др.]; редкол.: К.К. Шебеко [и др.]. – Пинск: ПолесГУ, 2009. – С. 142-143. – 0,14 п.л.
7. Куделич Е.В. Выбор коммерческим банком оптимальных параметров облигационного займа// Банковская система: устойчивость и перспективы развития: материалы первой международной научно-практической конференции по вопросам банковской экономики, УО «Полесский государственный университет», г.Пинск, 20-22 мая 2010 г. / Национальный банк Республики Беларусь [и др.]; редкол.: К.К. Шебеко [и др.]. – Пинск: ПолесГУ, 2010. – С. 177-180. – 0,36 п.л.
8. Куделич Е.В. Методические подходы к выбору оптимальных параметров облигационного займа банка // Социально-экономические перспективы развития современного государства и общества: материалы II Всероссийской научно-практической (заочной) конференции. – М.: НИИРРР; МО: СВИБТ, 2011. – С.21-25. – 0,26 п.л.
9. Куделич Е.В. Особенности структурирования облигационного займа банка с обеспечением // Социально-экономические перспективы развития современного государства и общества: материалы II Всероссийской научно-практической (заочной) конференции. – М.: НИИРРР; МО: СВИБТ, 2011. – С.26-30. – 0,23 п.л.
10. Куделич Е.В. Банковские облигации в системе экономических отношений // Роль финансово-кредитной системы в реализации

приоритетных задач развития экономики: материалы вузовской конференции. – СПб, СПбГУЭФ, 2011. – 0,3 п.л.

11. Куделич Е.В. Совершенствование организационно-правовых условий эмиссии банковских облигаций в Российской Федерации // Инновационная экономика России: сборник научных статей. – СПб.: ИМЦ «НВШ-СПБ», 2011. – 0,29 п.л.









Подписано в печать 17.03.2011г. Формат 60х84/16

Пл. 1,5 Уч.-издл 1,5 Тир. 100 экз.

Отпечатано в типографии ООО «Турусел»

197376, Санкт-Петербург, ул. Профессора Попова д.38. toroussel@mail.ru

Зак. № 13269 от 17.03.2011г.